

米国生命保険会社の商品改革の進展

中浜, 隆
小樽商科大学商学部 : 助教授

<https://doi.org/10.15017/4492980>

出版情報 : 経済学研究. 56 (1/2), pp.55-75, 1991-03-10. 九州大学経済学会
バージョン :
権利関係 :

米国生命保険会社の商品改革の進展

中 浜 隆

目 次

- 1 はじめに
- 2 年金・生命保険商品の改革
 - (1) 企業年金制度の発展
 - (2) 団体年金
 - (3) 団体年金の展開
 - (4) 普通生命保険
- 3 おわりに

1 はじめに

近年、アメリカの生命保険業は、その構造に変化が生じてきている。それは生命保険会社の資産・負債構成の変化だけでなく、その子会社・関連会社の設立・買収による多角的な業務の展開となって現れている。それは、第二次大戦後、数回にわたって到来した高インフレ・高金利、とりわけ70年代末に到来した史上空前の高インフレ・高金利とその後の大きな金利の変動、またいわゆる金融革新のもとで進展した金融の証券化 (securitization) や企業の合併・買収運動 (M&A Movement) などによってもたらされたものである。近年取り上げられている生命保険会社の支払い能力 (solvency) の確保や自己資本 (剰余金) 規制問題は、こうした生命保険業の構造変化に基づくものであるといえるであろう。

第二次大戦後から80年代半ばまでにおける生

命保険業は、二つの時代として区分され、両者が対比されるかたちで特徴づけられている。二つの時代とは、第二次大戦後から70年代末までが「外務員開発の時代 (Agent Development Era)」, 70年代末から80年代半ばまでが「商品改革の時代 (Product Innovation Era)」である。そして、生命保険業が「外務員開発の時代」から「商品革新の時代」に移行したことが指摘されている。「外務員開発の時代」とは、生命保険業の発展が外務員を採用し、教育する外務員管理能力におもに依存した時代である。次の「商品革新の時代」とは、生命保険業の発展が積極的な商品の開発におもに依存した時代である¹⁾。

ここで述べられている商品革新とは、金利感応型商品 (interest-sensitive products) の導入である。金利感応型商品とは、従来の終身保険

1) Dutter, Philip, "Now for the Really Tough Times", *Journal of the American Society of CLU & ChFC*. Vol. XLI No. 3 (May 1987), pp. 50-53.

同氏は、二つの時代の特徴として、本文で引用した点とともに以下の点をあげている。「外務員開発の時代」の特徴は、●ほとんど行われない商品価格競争、●着実に上昇する金利に支えられた収益性、●契約の乗り換えはモラルに反するとみなされる、●大部分の外務員は契約会社に対して忠実である、●一社専属外務員や個人独立総代理店、ブローカーの間の区別はかなりはっきりしている、である。「商品革新の時代」の特徴は、●きわめて重視される商品設計やコスト、キャッシュ・バリューの例示、●実勢金利の付与による重要な利潤 (利差益) の喪失、●契約の乗り換えが激増する、●〔外務員は〕多数の会社を代表することが優勢である、●外務員の種類の間の区別はあいまいである、である。こうした二つの時代の特徴としてあげられている点は、普通生命保険部門に関する特徴を示すものである。

に代わる変額保険やユニバーサル保険、変額ユニバーサル保険などである。そしてこれらの商品はいずれも、生命保険会社の保険部門(line of business)のなかの一部門である普通生命保険部門に属するものである。しかし生命保険会社の商品革新(改革)は、この時期に普通生命保険部門において初めて行われたものではない。それは、すでに1960年代前半から団体年金部門において行われてきている。そしてさらには、個人年金部門や普通生命保険部門においても展開されたのである。上述した「商品革新の時代」とは、普通生命保険部門の商品革新をさして言われたものであった。

こうした生命保険会社の年金・生命保険商品の改革は、直接的には生命保険会社の負債側における保険〔引受〕業務の対応措置として行われたものである。

生命保険会社の負債の大部分は、年金・保険契約に基づく将来の支払い約束を履行するために積み立てられる責任準備金によって構成されている。しかもその責任準備金の大部分は、契約期間が長期であり、貯蓄要素を有する年金・生命保険商品に基づいている。

こうした年金・生命保険商品は、所与の年金給付額・保険金額に料率が適用されることによって年金掛金・保険料が決定される。つまり年金掛金・保険料と年金給付額・保険金額は当初確定されている。しかしそれらは事後的に調整される。そのためにこれらの商品は、インフレや金融市場の変化といった経済的要因に直接的、間接的に少なからず影響を受ける。例えば、インフレ率の上昇は、年金給付額・保険金額の実質的価値(購買力)を減少させる。また金利や株価の変動は、生命保険会社による責任準備金の運用によってもたらされる投資収益の大きさに、したがって(利差益に基づく)配当あるいは料率付与を通じる契約者の年金掛金・保険料の実質的な負担に影響を与える。そしてそれは、生命保険会社の既存の保有契約高や新契約高の大きさに、したがって責任準備金の大きさに影響を与える。

本稿では、60年代前半以降、進展してきた生命保険会社の年金・生命保険商品の改革について考察する。生命保険会社の商品改革は、直接的には負債側における保険〔引受〕業務の対応措置として行われたものである。しかしそれは同時に、生命保険会社がインフレや金融市場の変化に対応しながら、資産側における金融業務としての資産運用の展開とそれともなう資産構成の変化と関わりながら進展している。そこで以下では、資産側の金融業務(資産運用)と負債側の保険〔引受〕業務との関係に着目し、生命保険会社の商品改革の進展について検討することにした。

本稿では、60年代前半以降、進展してきた生命保険会社の年金・生命保険商品の改革について考察する。生命保険会社の商品改革は、直接的には負債側における保険〔引受〕業務の対応措置として行われたものである。しかしそれは同時に、生命保険会社がインフレや金融市場の変化に対応しながら、資産側における金融業務としての資産運用の展開とそれともなう資産構成の変化と関わりながら進展している。そこで以下では、資産側の金融業務(資産運用)と負債側の保険〔引受〕業務との関係に着目し、生命保険会社の商品改革の進展について検討することにした。

2 年金・生命保険商品の改革

(1) 企業年金制度の発展

アメリカにおける企業年金制度は、1875年にアメリカン・エクスプレス社(American Express Company)によって設立されたことに始まる⁽¹⁾。1884年にはボルティモア・オハイオ鉄道会社(Baltimore & Ohio Railroad Company)によって、1900年にはペンシルヴァニア鉄道会社(Pennsylvania Railroad Company)によって設立された⁽²⁾。企業年金制度は、19世紀末以降、おもに鉄道業で普及し、1920年代末までには鉄道従業員の80%がそれに加入してい

1) Hatch, Alden, *American Express, A Century of Service*, New York, N. Y., 1950, p. 89.

た³⁾。また企業年金制度は、鉄道業のほかに、鉄鋼業や石油産業、機械製造業などの大企業でも設立された⁴⁾。一般的に、これらの企業年金制度は使用者によって設立され、年金掛金もおもに使用者によって拠出された。他方で、企業年金制度が使用者によって設立されていない産業では、労働組合によって設立されることもあった。

1930年代前半における経済不況のもとで、企業年金制度の伸びは低下した。しかしその後の景気の回復によってその伸びは改善された。30年代に新たに設立された企業年金制度のほとんどは、使用者と従業員の双方が年金掛金の拠出を分担する拠出制度 (contributory plan) であった。こうした企業年金制度は、年金掛金に対する連邦所得税の控除とそれとともなう企業年金制度の規制に関する法制上の措置 (1921年、26年、28年、38年、42年の各内国歳入法 (Revenue Act)、さらには第二次大戦後の1954年内国歳入法 (Internal Revenue Code of 1954) の制定⁵⁾によって普及していった。

さらに第二次大戦後には、インランド・スティール会社 (Inland Steel Company) と労働組合との間で争われた年金問題に対して、1947年

労使関係法 (Labor Management Relations Act of 1947)、いわゆるタフト=ハートレー法 (Taft=Hartley Act) に基づき、48年に全国労働関係委員会 (National Labor Relations Board) が、続いて49年には連邦最高裁判所が、年金は労働協約に基づいて取り決められることを使用者に要求することを決定した。企業年金制度は、こうした判断を契機として発展し、50年末に私的年金制度に加入している従業員は980万人、資産額は117億ドルであったが、60年末には1,870万人、570億ドルに増大している⁶⁾。

(2) 団体年金

生命保険会社の団体年金業務は、1921年末にメトロポリタン生命保険会社が団体年金契約を締結したことに始まる¹⁾。1924年初めには、団体生命保険の先駆者であるエクイタブル生命保険会社が団体年金の分野に参入している²⁾。

第二次大戦後のいわゆるペンション・ドライブのもとで発展した企業年金制度において、保険型年金として生命保険会社が提供する団体年金商品は、おもに団体据置年金契約 (group

2) Burgess, George H. and Miles C. Kennedy, *Centennial History of the Pennsylvania Railroad Company, 1846-1946*, Reprint Edition, 1976, p. 665.

3) American Council of Life Insurance (ACLI), *Pension Facts*, (1984/1985), p. 31., による。なお、本稿であえて出所を明記していない年金・保険に関する統計数値はすべて、ACLI, *Life Insurance Fact Book* 各号、に基づくものである。

4) 例えば、1901年にカーネギー・スティール会社 (Carnegie Steel Company), 1903年にスタンダード・オイル会社 (Standard Oil Company) (ニュージャージー、インディアナ、ニューヨーク) などによって設立された (Hidy, Ralph W. and Muriel E. Hidy, *Pioneering in Big Business, 1882-1911*, New York, N. Y., 1955, pp. 601-606., Giddens, Paul H., *Standard Oil Company (Indiana): Oil Pioneer of the Middle West*, Reprint Edition, 1976, pp. 62-63.)。

5) この点について詳しくは、Nash, Thomas G., Jr., *Federal Taxation of Life Insurance Companies*, Vol. 1, New York, N. Y., 1965., Munch, Gerhard A., *Federal Taxation of Insured Pensions*, New York, N. Y., 1966., を参照。

6) 従業員数は、ある従業員が2つ以上の年金に加入している場合、1人として計算されている。また就業していない年金受給権取得者は含まれていない。従業員数と資産額は、Securities and Exchange Commission, *Statistical Bulletin*, Vol. 19 No. 6 (June 1960), p. 7., Kotlikoff, Laurence J. and Daniel E. Smith, *Pensions in the American Economy*, Chicago and London, 1983, p. 29., ACLI, *op. cit.*, p. 4., による。

1) James, Marquis, *The Metropolitan Life*, New York, N. Y., 1947, p. 267.

2) Black, Kenneth, Jr., *Group Annuity*, Philadelphia, Pa., 1955, p. 9, p. 11., Buley, R. Carlyle, *The Equitable, 1859-1959*, New York, N. Y., 1959, p. 187.

deferred annuity contract) と団体預託管理契約 (group deposit administration contract) であった。団体据置年金契約と団体預託管理契約 (直接参加預託管理契約 (immediate participation guarantee contract) を含む) の準備金 (括弧内は保険型年金準備金に占めるそれらの割合) はそれぞれ、1950年41.3億ドル (73.7%), 2.3億ドル (4.0%), 55年79.3億ドル (70.0%), 10.8億ドル (9.5%), 60年116.8億ドル (61.9%), 32.8億ドル (17.9%)。

団体据置年金契約では、年金掛金は、年金受給者死亡表による予定死亡率、予定事業比率および予定利率を反映する年金購入料率 (annuity purchase rates) に基づいて決定される。この契約で呈示される年金購入料率は、最初の5年間、生命保険会社によって保証され、一般にその間に購入されるすべての年金に適用される (生命保険会社はその後、すべての将来の年金掛金に適用される新しい料率を明示することができる)。年金掛金は、年金加入者のために、据置終身年金 (deferred life annuity) の単位 (unit) の購入に用いられる。典型的な契約では、使用者によって拠出された年金掛金は、年金給付が開始される前に年金受給者が死亡した場合、購入価格が返済されない純粋据置終身年金 (pure deferred life annuity) の購入に用いられる。しかし拠出制度では、従業員によって拠出された年金掛金は、年金給付が開始される前に年金受給者が死亡した場合、購入価格が返済される償還据置終身年金 (refund deferred life annuity) の購入に用いられる。そして年金給付は、一定の期間 (典型的な据置期間は年金購入日から年金受給者による一定の年齢の到達まで) が経過したのちに開始される。

団体預託管理契約は、1929年に開発されてい

た。しかしそれが普及したのは、使用者が年金制度の規定や基金積立て手続き、投資政策における柔軟性を求め始めた第二次大戦後の50年代初めである。この契約では、使用者によって拠出された年金掛金は、年金加入者が退職するまで一つの契約上の勘定 (現職者基金 (active life fund), 年金購入基金 (annuity purchase fund), 預託管理基金 (deposit administration fund), 掛金積立て基金 (purchase payment fund) と呼ばれる) で保有される³⁾。そして退職した年金受給者のために、その勘定から即時開始年金 (immediate annuity) が購入される。その場合、その勘定で積み立てられる年金掛金に適用される金利と即時開始年金に適用される年金購入料率が呈示される。そしてそれらは、最初5年間、生命保険会社によって保証され、その後、毎年変更されうる。しかしその勘定で積み立てられる年金掛金は、その年金購入料率に固定される必要はない。もっとも、年金加入者が退職した時点で、妥当な金額の即時開始年金が購入できる基金を積み立てるのに、年金掛金総額が十分でなければならない。また年金掛金の基礎となる予定死亡率、予定事業比率および予定利率は、年金購入料率を計算するさいに用いられるそれらと同じである必要はない。それらは、当該契約の経験を反映しうる。年金掛金は、初めは推定年金費用に基づき、その後、実際経験にしたがって調整される。それは、生命保険相互会社の場合には配当によって、生命保険株式会社の場合には料率付与によって行われる⁴⁾。実際経験によって基金の積立て率が十分

3) 拠出制度では、従業員によって拠出された年金掛金は、各従業員の勘定で積み立てられるか、据置年金の購入に用いられる。いずれの場合でも、各年金加入者の記録が必要である。

でないことが示された場合には、一般に年金掛金が引き上げられる。逆の場合には、基金の積立率は引き下げられ、超過積立て額は将来の年金掛金の計算で調整されうる⁽⁵⁾。

1950年代から60年代にかけて、生命保険会社の貸借対照表上の負債側における責任準備金に占める団体年金の割合は上昇している（55年17.5%、60年19.6%、65年21.3%）。しかし生命保険会社が管理する保険型年金の伸び率は、商業銀行信託部や信託会社が管理する非保険型年金のそれに対して低下していた。すなわち、私的年金資産に占める保険型年金資産と非保険型年金資産の割合は、50年時点では、保険型年金が49.5%、非保険型年金が50.5%でほぼ同じで

あったが、55年44.1%、55.9%、60年33.1%、66.9%、65年には26.9%、73.1%になっていった⁽⁶⁾。それは、各州の保険法や規制によって第一に、年金資産の運用を含む生命保険会社の資産運用に対して量的な投資制限が規定されていたためであり、第二に、投資収益の割当にさいして、全資産利回りがそれぞれの保険部門の区別なく一律に適用される全資産合同方式 (portfolio method) の採用が規定されていたためであった⁽⁷⁾。つまり団体年金部門でも、年金掛金に全資産合同方式による金利が付与されていたのである。

保険型年金の伸び率の低下に対処するために、生命保険会社は従来の団体預託管理契約（直接参加預託管理契約を含む）に対して二つの対応措置を採っている。団体年金商品に対する対応措置は、年金資産の運用面に対するそれとして、

4) 配当あるいは料率付与は、一般に経験勘定 (experience account) と呼ばれる非契約上の勘定 (契約上の勘定は本文で述べた現職者基金などと呼ばれる勘定であり、経験勘定と区別される) を通じて行われる (団体据置年金契約の場合も同様である)。この勘定では、各年度に、すべての年金掛金が積み立てられ、それに金利が付与される。また当該契約に基づく年金給付額と容認された費用計算方法によって当該契約に割り当てられる費用が控除される。場合によっては、当該契約に対する多年度にわたる死亡率の調整と生命保険会社の全団体年金契約の間での死亡率の調整も行われる。そして年度末に契約上の債務の評価が行われ、それとこの勘定との差額は、一定額が危険準備金として控除された後に、配当あるいは料率の引き下げとして使用者に還元される。

この勘定で積み立てられる年金掛金に付与される金利は、配当あるいは料率の引き下げに、したがって使用者の年金費用に大きな影響を与えることになる。後に本文で述べるように、生命保険会社が年金資産の運用面に対して分離勘定の導入や投資年度方式の採用という対応措置を採るのはそのためである。

5) 団体据置年金契約や団体預託管理契約、および後に本文で述べる直接参加預託管理契約の内容について詳しくは、McGill, Dan M., *Fundamentals of Private Pensions* (Second Edition), Homewood, Ill., 1964, pp. 137-175., を参照。また利益分配制度 (profit sharing plan) (利益分配据置方式 (deferred profit sharing plan)) との関連については, Metzger, Bert L., "Insurance Industry Begins to Court Profit Sharing Funds With Equity-Based Products", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XXX VI No. 4 (September 1969), pp. 437-445., を参照。

6) 1950年代における公的年金と私的年金の資産額と非保険型年金の資産構成の推移については, Securities and Exchange Commission, *Statistical Bulletin*, Vol. 19 No. 6 (June 1960), p. 5-7., を参照。また同時期における保険型年金と非保険型年金の利回りについては, Schlutz, Raymond G., "Trends in Life Insurance Company Competition for Pension Funds", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XXXI No. 2 (June 1964), pp. 194-195., を参照。またこれらのほかに, Murray, Roger F., "Investment Aspects of the Accumulation of Pension Funds", *The Journal of Finance*, Vol. III No. 2 (May 1952), pp. 252-259., Guthmann, Harry G., "Effect on the Economy of Channeling Savings through Pension Funds", *The Journal of Finance*, Vol. VII No. 2 (May 1952), pp. 260-277., Howell, Paul L., "A Re-Examination of Pension Fund Investment Policies", *The Journal of Finance*, Vol. XIII No. 2 (May 1958), pp. 261-274., Andrews, Victor L., "Pension Funds in the Security Markets", *Harvard Business Review*, Vol. 37 No. 6 (November-December 1959), pp. 90-102., Miller, Eugene, "Trends in Private Pension Funds", *The Journal of Finance*, Vol. XVI No. 2 (May 1961), pp. 313-327., Andrews, Victor L., "The Supply of Loanable Funds from Non-Insured Corporate, State, and City-Administered Employee Pension Trusts", *The Journal of Finance*, Vol. XVI No. 2 (May 1961), pp. 328-350., も参照。

7) また投資収益に対して、非保険型年金(信託型年金)の適格年金には、連邦所得税は課税されていなかった。それに対して保険型年金には、それが課税されていた。しかし1959年生命保険会社所得税法(Life Insurance Company Income Tax Act of 1959)の制定によって、保険型年金の適格年金の投資収益も、61年以降、実質的に非課税になった。もっとも、1921年から同法が制定されるまでは、生命保険会社の投資収益(利差益)に対して連邦所得税が課税されていたが、同法の制定によって、生命保険会社のすべての収益に対してそれが課税されることになった。なお、同法は、その後いくつかの修正が行われたが、1984年租税改革法(The Tax Reform Act of 1984)が制定されるまで、生命保険会社の課税基準を規定するものであった。同法については、Valenti, Raymond F., "The 1959 Insurance Company Tax Law — Attitudes and Insights", *The Journal of Insurance*, Vol. XXVII No. 3 (September 1960), pp. 29-35., Mayerson, Allen L., "The Life Insurance Company Income Tax Act of 1959", *The Journal of the American Society of Chartered Life Underwriters*, Vol. XIV No. 2 (Spring 1960), pp. 171-186., Denney, Richard L. and Anthony, P. Rua, *Federal Income Taxation of Insurance Companies*, New York, N. Y., 1961., Osborn, Malcolm E., "The Life Insurance Income Tax Act of 1959", *The Journal of the American Society of Chartered Life Underwriters*, Vol. XVI No. 1 (Winter 1962), pp. 74-93., Abelle, Bernie E., Jr., "An Evaluation of the Life Insurance Company Income Tax Act of 1959", *The Journal of Insurance*, Vol. XXX No. 3 (September 1963), pp. 403-422., Kaufman, Stephen M., "The Life Insurance Company Income Tax Act of 1959, An Appraisal of the Effects upon the Life Insurance Industry, Part I, Part II", *National Tax Journal*, Vol. XVI No. 4 (December 1963), pp. 337-353., Vol. XVII No. 1 (March 1964), pp. 40-56., Harman, William B., Jr., "The pattern of life insurance company taxation under the 1959 Act", *Proceedings of the Fifteenth Annual Tulane Tax Institute*, 1965, pp. 686-758., Schmuck, Edward J., "Current problems in insurance company taxation under the 1959 Act", *Proceedings of the Fifteenth Annual Tulane Tax Institute*, 1965, pp. 759-799., Nash, Thomas G., Jr., *Federal Taxation of Life Insurance Companies*, Vol. 1, Vol. 2, New York, N. Y., 1965., Munch, Gerhard A., *Federal Taxation of Insured Pensions*, New York, N. Y., 1966., Plumley, Peter W., "Certain Inequities in the Life Insurance Company Income Tax Act of 1959", *Transactions (Society of Actuaries)*, Vol. XXV III (1976), pp. 11-54., Lenrow, Gerald I., Ralph Milo, and Anthony P. Rua, *Federal Income Taxation of Insurance Companies*, New York, Chichester, Brisbane, Toronto, 1979., Aaron, Henry J., *The Peculiar Problem of Taxing Life Insurance Companies*, Washington, D. C., 1983., を参照。また同法の修正

したがって上述した量的な投資制限規定と全資産合同方式の採用規定に対するそれとして採られることになる。一つは、量的な投資制限規定に対する対応措置として、それが適用される従来の勘定(一般勘定(general account))とは区別された、したがってそれが比較的ゆるやかな分離勘定(separate account)⁽⁸⁾を導入する(さらにそれによって変額年金(variable annuity)を創設すること)⁽⁹⁾である。もう一つは、全資産合同方式に対する対応措置として、

と1984年租税改革法については、Harman, William B., Jr., "The Structure of Life Insurance Company Taxation — The New Pattern Under the 1984 Act — Part I, Part II", *Journal of the American Society of CLU*, (March 1985), pp. 56-66., (May 1985), pp. 76-88., *Life Insurance Tax Provisions, Tax Reform Act of 1984, Law-Committee Reports-Explanation*, Chicago, Ill., 1984., Tucker, Keith A. and Dennis P. Mieghem, *The Impact of the Tax Reform Act of 1984 on the Life Insurance Industry*, Englewood Cliffs, N. J., 1984., Ernst & Whinney and Richard S. Antes, et al., *Federal Income Taxation of Life Insurance Companies* (Second Edition), Vol. 1, Vol. 2, Vol. 3, New York, N. Y., 1988., を参照。

8) 大部分の州の保険法は、分離勘定に対して一般勘定と同じ質的な投資制限を規定している。しかし一般勘定に対する大部分の量的な投資制限規定は撤廃されている。

9) 分離勘定の導入は、1959年にニュージャージー州やコネティカット州などで初めて認可された。その後、そのほかの州でも認可され、71年までにはすべての州で認可されている。

ニューヨーク州では、1962年に認可された。しかしこの場合、分離勘定の設定は定額年金(fixed annuity)である団体年金に限定されていた。しかし65年に団体年金に変額年金(団体変額年金(group variable annuity))が認可された。68年には個人年金にも変額年金(個人変額年金(individual variable annuity))が認可された。さらに71年には、個人生命保険にも変額保険(これについては本章第(4)節で述べる)が認可された。分離勘定については、Bowling, John C., "Separate Accounts — The Quiet Revolution in Pension Funding", *The Journal of the American Society of Chartered Life Underwriters*, Vol. XIX No. 3 (Summer 1965), pp. 216-223., Frankel, Tamar, "Variable Annuities, Variable Insurance and Separate Accounts, Part II: Separate Accounts", *Boston University Law Review*, Vol. 51 No. 2 (Spring 1971), pp. 231-401., を参照。

年金掛金に付与する金利に対してそれに代わって投資年度別方式 (investment year method) (新規投資別方式 (new money method) とも呼ばれる) を採用することである。

分離勘定では、使用者によって拠出された年金掛金は、積立期間中、その勘定で運用され、投資成果(投資収益、実現、未実現キャピタル・ゲイン/ロス)が年金資産額に直接、反映される(生命保険会社は、この勘定で保有される年金資産に対しては元本と金利の保証をしない)。そして退職した年金受給者のために、その勘定から即時開始年金が購入される。その場合、年金購入資金は現金で分離勘定から一般勘定に移転され、年金給付期間中、その勘定で運用される。

変額年金は、1952年に米国教職員保険・退職年金組合 (Teachers' Insurance Annuity Association of America—TIAA) によって設立された米国大学教職員退職変額年金基金 (College Retirement Equities Fund—CREF) ⁽¹⁰⁾ に始まる。変額年金は、年金掛金が積立期間と年金給

付期間のいずれも分離勘定で運用され、したがって投資成果が積立期間中の年金資産額だけでなく年金給付期間中の年金給付額にも直接、反映されるものである⁽¹¹⁾⁽¹²⁾。

投資年度別方式とは、一般勘定資産の投資収益 (実現キャピタル・ゲイン/ロスを含む) の

10) これについては、Greenough, William C., "A New Approach to Retirement Income", *The Journal of Finance*, Vol. VII No. 2 (May 1952), pp. 285-295., Sutton, Ben B., "Recent Developments in Pension Planning, A Challenge to the Insurance Industry", *The Journal of Finance*, Vol. IX No. 2 (May 1954), pp. 148-159., Greenough, William C. and Francis P. King, *Retirement and Insurance Plans in American Colleges*, New York, N. Y., 1959., Greenough, William C., "The CREF Variable Annuity The First Ten Years' Experience", *The Journal of the American Society of Chartered Life Underwriters*, Vol. XVII No. 1 (Winter 1963), pp. 32-40., McGill, *op. cit.*, pp. 71-73., Hart, Orson H., "Life Insurance Companies and the Equity Capital Markets", *The Journal of Finance*, Vol. XX No. 2 (May 1965), pp. 362-363., Greenough, William C., "The Variable Annuity — the College World's Experience", *The Journal of the American Society of Chartered Life Underwriters*, Vol. XX No. 3 (Summer 1966), 253-261., を参照。

11) 変額年金については、Duncan, Robert M., "A Retirement System Granting Unit Annuities and Investing in Equities", *Transactions (Society of Actuaries)*, Vol. IV (1952), pp. 317-344., Linton, M. Albert, "Variable Annuities", *The Journal of Finance*, Vol. XI No. 2 (May 1956), pp. 121-141., McCracken, Paul W., "Are Variable Annuities the Answer to Inflation?", *The Journal of Finance*, Vol. XI No. 2 (May 1956), pp. 142-150., Berridge, William A., "Economic Facts Bearing on Some "Variable Annuity" Arguments: With Special Reference to Cyclical Price Fluctuations in Common-Stock and Consumer-Goods Markets", *The Journal of Insurance*, Vol. XXIV No. 2 (November 1957), pp. 71-87., Mehr, Robert I., "The Variable Annuity: Security or Insurance", *The Journal of Finance*, Vol. X III No. 3 (September 1958), pp. 386-411., Johnson, George E., *Variable Annuities*, Washington, D. C., 1961., Freund, William, "The Status and Prospects of Variable Annuities", *The Journal of Finance*, Vol. XVII No. 2 (May 1962), pp. 177-193., Clare, James M., "A "Smoothed" Equity Unit Annuity", *Transactions (Society of Actuaries)*, Vol. XIV (1963), pp. 340-347., Blakeslee, Arthur L., III, "The Variable Annuity Today", *The Journal of the American Society of Chartered Life Underwriters*, Vol. XXII No. 2 (April 1968), pp. 9-17., Bridges, John F., "Investment Annuities Vs. Variable Annuities", *Trusts and Estates*, Vol. 108 No. 1 (January 1969), pp. 42-45., Ninneman, Robert W., "Variable Annuities: Separate Accounts and Subsidiaries, Part I, Part II, Part III", *Best's Review (Life/Health Insurance Edition)*, (September 1969) p. 19, pp. 87-89., (October 1969) p. 24, p. 27., (November 1969) p. 24, p. 28., Johnson, George E. and Donald S. Grubbs, *The Variable Annuity* (Second Edition based on "Variable Annuities" by George E. Johnson-1961), Indianapolis, Ind., 1970., Campbell, Paul A., *The Variable Annuity*, Hartford, Conn., 1969., Cheek, Edward, "A Variable Annuity Approach to Non-Qualified Deferred Compensation", *Trusts and Estates*, Vol. 109 No. 4 (April 1970), pp. 303-306., Frankel, Tamar, "Variable Annuities, Variable Insurance and Separate Accounts, Part I: Variable Annuities and Variable Insurance", *Boston University Law Review*, Vol. 51 No. 2 (Spring 1971), pp. 177-219., Murphy, Thomas M., "Variable Annuities — The Art of

Timeliness”, *Best’s Review* (Life/Health Insurance Edition) (October 1971), pp. 70-74., を参照。

12) また生命保険会社は、60年代後半には個人年金部門にも変額年金（個人変額年金）を導入している。

生命保険業による個人年金の販売は、ミューチュアル・ファンドの成長（この点については本章第(4)節でのべる）によって減少したことが言われている。

「投資会社は、ミューチュアル・ファンドの持ち分という手段による退職の期間のための貯蓄の有利性を強調し、退職後の期間中、ファンドの規則的な償還プランを提供してきている。いくつかのファンド——例えばアドバイザーズ・ファンド (Advisers Fund, Inc.) ——は、投資者が将来いつでも、彼のファンドの持ち分の全部あるいは一部を解約し、その資金で保険会社から（アドバイザーズ・ファンドの場合にはスタンダード生命保険会社から）、ファンドの持ち分が購入された時点で保証されている料率で定額年金を購入するオプションを提供している。」(Freund, *op. cit.*, pp. 189-190.)

ミューチュアル・ファンドの成長については、Allerdice, F. B. and D. E. Farrar, “Factors That Affect Mutual Fund Growth”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. II No. 4 (December 1967), pp. 365-377., を、ミューチュアル・ファンドと変額年金の類似点と相異点については、Wood, Glenn L and J. Finley Lee, “Mutual Funds and Variable Annuities: Consumer Purchase Decisions”, *The Journal of the American Society of Chartered Life Underwriters*, Vol. XX III No. 1 (January 1969), pp. 9-15., Frankel, Tamar, “Variable Annuities, Variable Insurance and Separate Accounts, Part I: Variable Annuities and Variable Insurance”, *Boston University Law Review*, Vol. 51 No. 2 (Spring 1971), pp. 186-189., を参照。個人変額年金については、Johnson, George E. and Donald S. Grubbs, Jr., “Media for Funding Variable Annuities”, *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XXXV No. 2 (June 1968), pp. 257-271., Thompson, Richard B., “Individual Variable Annuities For Retirees Under Qualified Pension and Profit-Sharing Plans”, *Trusts & Estates*, Vol. 113 No. 1, (January 1974), pp. 30-31., を参照。またこれらのほかに、Wilson, Wilfred J., “Variable Annuities or Mutual Funds”, *Best’s Review* (Life/Health Insurance Edition, July 1969), pp. 30-34., Sloane, William R., “Life Insurers, Variable Annuities and Mutual Funds: A Critical Study”, *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XXXVII No. 1 (March 1970), pp. 87-104., Puder, Virginia B., “The Revolution Within the U. S. Life Insurance Industry”, *Financial Analysts Journal* (July-August 1970), pp. 50-62., Schott, Francis H., Charles M. Linke, James A. Gentry, and William R. Sloane, “Life Insurers, Variable Annuities and Mutual Funds: A Critical Study: Comments and Author’s Reply”, *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XXXV III No. 3 (September 1971), pp. 463-486., も参照。

割当にさいして、年金掛金にその投資年度に応じて実勢金利（利回り）を付与するものである。もっともこの方式では、一般勘定資産のすべての投資収益がこの方式にしたがって割り当てられるわけではない。通常、不動産や株式、契約者貸付、短期債（short-term notes and bills）、銀行預金は除外されている。換言すれば、この方式は、おもに長期債（bonds）と抵当貸付に対して用いられている。それは、長期債と抵当貸付が明確な満期と返済計画のために投資年度方式に適していることによるものである。

投資年度別方式では、この方式の採用にともなう投資年度の設定の方法として、“prospective basis”と“retrospective basis”という二つの方法が採用されている。前者は将来の年金掛金に、後者は以前のそれ（例えば、ある生命保険会社が64年に投資年度別方式を採用したとすると、63年度の投資収益の割当にさいして、54年—63年の10年間の各年度と54年以前を一括した年度、計11の年度の年金掛金）に、その投資年度に応じて実勢金利（利回り）が付与されるものである。60年代半ば時点では、大部分の生命保険会社は後者の方法を採用している。

投資年度別方式では、ある年度に帰属する資産の構成は、その資産の満期や返済、償還、売却、交換によって、毎年変化する。こうした資産の回転から生じる再投資と投資収益の再投資によって取得された資産の投資年度の帰属方法として、“declining index method”と“fixed index method”という二つの方法が採用されている。前者では、ある年度に帰属する資産の満期や返済、償還、売却、交換から生じる再投資と投資収益の再投資によって取得された資産は、再投資された年度に帰属する。したがってその年度の資産額は、こうした資産の回転によって

毎年逡減する。後者では、ある年度に帰属する資産の満期や返済、償還、売却、交換から生じる再投資によって取得された資産は、その年度に帰属する。投資収益の再投資によって取得された資産は、再投資された年度に帰属する。したがってその年度の資産額は、毎年一定となる。しかしその年度の資産のこうした回転から生じる再投資によって、その年度の資産の利回りは変化することになる。その利回りとは、加重平均利回りである。したがって金利の上昇局面では、その年度の加重平均利回りは上昇することになる。

投資年度別方式は、新規投資利回りが全資産利回りよりも高く、しかも金利の上昇局面において、年金資金の獲得にとって全資産合同方式よりも有利に作用するものである¹³⁾。

直接参加預託管理契約 (immediate participation guarantee contract, pension administration contract, direct rated deposit administration contract) は、1950年に初めて締結されている¹⁴⁾。しかし生命保険会社は、分離勘定の

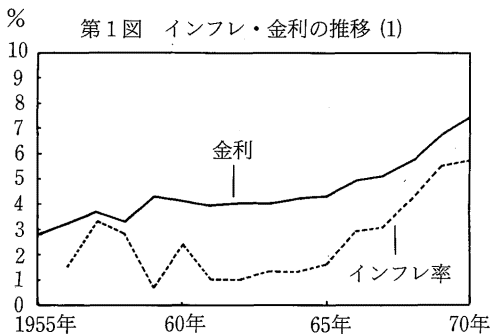
導入と投資年度別方式の採用によって、費用保証契約 (guaranteed cost contract) である団体据置年金契約や団体預託管理契約を補うために、直接参加預託管理契約をその年金部門に追加することができるようになっていく。費用保証契約は、生命保険会社の死亡リスクの引き受けを強調するものである。それに対して直接参加預託管理契約は、生命保険会社の投資機能を強調するものである¹⁵⁾。この契約は、直接参加型の預託管理契約 (immediate participation guarantee form of deposit administration contract) と呼ばれているように、当該契約の実際経験がその契約上の勘定に直接、反映されるように従来の預託管理契約を修正したものである。この契約では、その勘定で積み立てられる年金掛金は分離勘定 (投資成果が直接、反映される) や一般勘定 (投資年度別方式による金利が付与される) で運用される。そして退職した年金受給者に対して年金給付額が直接、この勘定から支払われ、当該契約に関わる費用も直接、この勘定から控除される。また危険準備金は控除されず、事後的な調整としての配当も行われない。つまりこの契約では、当該契約の実際経験による年金数理上の利益が直接、その勘定に反映される。したがってこの契約は、実際経験が平均的なそれよりも良好な結果を示す企業年金 (なかでも年金加入者の多いそれ) に有利に作用するものである。

後掲 (本章第3節) 第1表は、分離勘定資産構成比を示したものである。それによると、分離勘定では、それが導入された時期には、その資産のほとんどが普通株に投資されていること

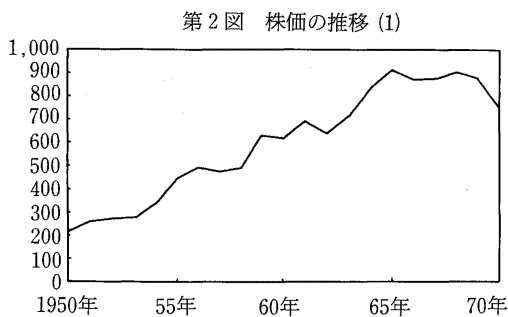
13) 投資年度別方式は、ニューヨーク州では1962年に認可された。この方式の内容について詳しくは、White, William K., "The New Money Interest Rate Method for Group Insured Pension Plans", *The Journal of the American Society of Chartered Life Underwriters*, Vol. XIV No. 2 (Spring 1960), pp. 158-170., Green, Edward A., "The Case for Refinement in Methods of Allocating Investment Income", *Transactions (Society of Actuaries)*, Vol. X III (1961), pp. 308-352., "Allocation of Investment Income", *Transactions (Society of Actuaries)*, Vol. XIV (1962), pp. D183 - D192., McGill, *op.cit.* (Second Edition), pp. 166-168., McGill, Dan M. and Donald S. Grubbs, Jr., *Fundamentals of Private Pensions* (Sixth Edition), Homewood, Ill., 1989, pp. 529-535., を参照。

14) Allen, Everett T., Jr., Joseph J. Melone, Jerry S. Rosenbloom, and Jack L. VanDerhei, *Pension Planning: Pensions, Profit-Sharing, and Other Deferred Compensation Plans* (Sixth Edition), Homewood, Ill., 1988, p. 251.

15) Stiefel, John D., III, "The Guaranteed Investment Contract (GIC)", *Transactions (Society of Actuaries)*, Vol. XXXVI (1984), pp. 529-530.



(出所) Survey of Current Business各号, Federal Reserve Bulletin各号より作成。



(出所) Survey of Current Business各号より作成。

がわかる。インフレ率（消費者物価対前年上昇率）は、50年代末に低下し、60年代前半は安定的に推移していたが、60年代後半になると上昇していった（第1図参照）。また株価（ダウ工業平均）は、50年代から60年代にかけて、その間のリセッションによる低迷をとまなないながらも傾向的に上昇していた（第2図参照）。それにもかかわらず、一般勘定では普通株投資が保険法によって厳しく規制されていた。例えばニューヨーク州では、1960年代前半には、認容資産の5%あるいは剰余金の5%のうちの少ないほうに制限されていた⁽¹⁶⁾。それが生命保険会社の年金資産の運用に対する桎梏となっていたのである。それに対して非保険型年金は、こうしたインフレ率と株価の動向のもとで普通株に積極的に投資していた（非保険型年金資産に占める普通株（時価）の割合は、61年48.9%、63年49.4

%, 65年54.9%, 67年58.6%⁽¹⁷⁾）。

他方、一般勘定では、同時期には、その資産の大部分が投資年度別方式に適している長期債

16) 各州の保険法は生命保険会社の資産運用にあたり、量的、質的な投資制限を規定している。ここでは、ニューヨーク州の保険法における生命保険会社の株式投資に対する量的な制限規定について述べておくことにする。ニューヨーク州では、1906年に保険法が改正され、株式投資が全面的に禁止された。しかしその後の保険法の改正によって、その禁止規定は撤廃されて制限規定となり、それはしだいに緩和されてきている。すなわち、28年に優先株投資が認可された。普通株投資が認可されたのは、第二次大戦後の51年になってからである。しかしそれでも認容資産の3%あるいは剰余金の3分の1のうちの少ないほうに制限されていた。57年には、認容資産の5%あるいは剰余金の50%のうちの少ないほうに緩和された。また69年には、認容資産の10%あるいは剰余金の100%のうちの少ないほうに、さらに83年には認容資産の20%まで緩和されている。

ニューヨーク州をはじめ主要な州の保険法における生命保険会社の資産運用に対する量的、質的な投資制限規定の歴史的な変遷については、Bell, Houghton and Harold G. Fraine, "Legal Framework, Trends, and Developments in Investment Practices of Life Insurance Companies", *Law and Contemporary Problems*, Vol. XVII No. 1 (Winter 1952), pp. 45-85., Shultz, Robert E. and Raymond G. Shultz, "The Regulation of Life Insurance Company Investments", *The Journal of Insurance*, Vol. XXVII No. 4 (December 1960), pp. 57-62., Life Insurance Association of America, *Life Insurance Companies as Financial Institutions*, Englewood Cliffs, N. J., 1962, pp. 75-159., Brimmer, Andrew F., *Life Insurance Companies in the Capital Market*, East Lansing, Michigan, 1962, pp. 51-72., "N. Y. Department Report on Holding Companies", *Insurance Management Review* (March 2, 1968), pp. 25-27., Jones, Lawrence D., *Investment Policies of Life Insurance Companies*, Boston, 1968, pp. 73-124., Hershman, Mendes, "The Impact of Life Insurance Company Investment Regulation", *Investment Activities of Life Insurance Companies*, edited by J. David Cummins, Homewood, Ill., 1977, pp. 310-320., State of New York, *Report of the Executive Advisory Commission on Insurance Industry Regulatory Reform*, May 6, 1982, pp. 12-29., を参照。

17) Securities and Exchange Commission, *Statistical Bulletin*, Vol. 30 No. 3 (March 1971), p. 30., による。

年金基金による普通株投資については、Howell, Paul L., "Common Stocks and Pension Fund Investing", *Harvard Business Review*, Vol. 36 No. 6 (November-December 1958), pp. 92-105., Anderson, William M., "Group Accumulation Through Equities for Pensions", *The Journal of Finance*, Vol. XVII No. 2 (June 1962), pp. 194-214., を参照。

(社債)と抵当貸付で保有されていた(67年における一般勘定資産に占める社債と抵当貸付の割合はそれぞれ、36.6%、38.2%⁽¹⁸⁾)。そして新規投資利回りが全資産利回りよりも高く⁽¹⁹⁾、金利(残存10年物国債)は60年代前半はわずかに上昇する程度であったが、60年代後半になると急速に上昇していた(第1図参照)。

18) ACLI, *Life Insurance Fact Book* では、1962年以降における生命保険会社の資産の統計数値には分離勘定資産のそれが含まれている。しかし分離勘定資産そのものの統計数値は、67年以降のものしか掲載されていない。そのために、それ以前における分離勘定資産の統計数値は把握できない。また生命保険会社の資産の内訳では、政府債と社債の統計数値は別々に計上されているが、分離勘定資産の内訳では、政府債と社債が債券として一括されて計上されている。そのために、一般勘定資産の社債の統計数値は計算出来ない。したがって本文中で述べた67年における一般勘定資産に占める社債の割合は、分離勘定資産の政府債も控除したものとなっている。

19) 当時、新規投資利回りが全資産利回りよりも高くなっていた。1960年代において、生命保険会社は、新規投資としておもに社債に投資している。新規投資に占める社債の割合は、60年33.8%、61年36.2%、62年40.8%、63年44.1%、64年45.4%、65年51.8%、66年49.9%、67年59.7%、68年57.3%、69年60.1%である(ACLI, *Life Insurance Fact Book* 各号、による)。そして社債のなかでもおもに Baa 格付け(ムーディーズ社による)のそれ(私募債)に投資している。主要生命保険会社の社債(私募債)投資に占める同社債の割合は、60年42.8%、61年46.6%、62年52.4%、63年50.3%、64年53.1%、65年47.4%、66年44.7%、67年46.2%、68年42.1%、69年54.0%である(Shapiro, Eli and Charles R. Wolf, *The Role of Private Placements in Corporate Finance*, Boston, Mass., 1972, p. 61.)。そこでここでは新規投資利回りとして、Baa 格付けの社債の利回りを示しておきたい。全資産利回りは、生命保険会社の一般勘定資産の純年平均利回り(ただし連邦所得税控除前、キャピタル・ゲイン/ロスは除く)である。1960年代における Baa 格付けの社債の利回り(括弧内は私募債の利回り)と純年平均利回りはそれぞれ、1960年5.19%、4.11%、61年5.08%、4.22%、62年5.02%、4.34%、63年4.86%、4.45%、64年4.83%、4.53%、65年4.87%、4.61%、66年5.67%(6.24%)、4.73%、67年6.23%(6.65%)、4.83%、68年6.94%(7.47%)、4.97%、69年7.81%(8.75%)、5.15%である(Baa 格付けの社債の利回りは、*Federal Reserve Bulletin* 各号、Jones, Lawrence D., "Investment in Income Property Mortgages by Life Insurance Companies", *Investment Activities of Life Insurance Companies*, p. 96., 純年平均利回りは、ACLI, *Life Insurance Fact Book* 各号、による)。

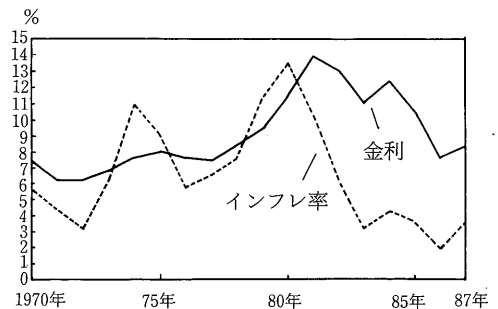
量的な投資制限規定が比較的緩やかな分離勘定の導入(さらにそれによる変額年金の創設)は、普通株に対する投資制限規定による資産運用上の桎梏を回避するためであった。そしてそれによって普通株に積極的に投資し、その投資成果を将来の年金給付額に直接的に反映させるためであった。

また投資年度別方式の採用は、一般勘定に対する投資制限規定とそれに基づく資産構成の枠内において(一般勘定資産構成比については本章第(4)節の第3表を参照)、新規投資利回りのほうが全資産利回りよりも高く、金利の上昇局面に対応して各年度の実勢金利(利回り)を提供するためであった。

(3) 団体年金の展開

73—74年に到来した高インフレ・高金利、さらには70年代末に到来した史上空前の高インフレ・高金利(第3図参照)のもとで、企業部門や家計部門の金利選好は一段と高まった。

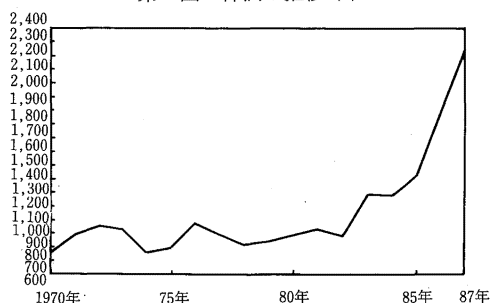
第3図 インフレ・金利の推移(2)



(出所) 第1図に同じ。

こうした状況のもとで生命保険会社は、団体年金部門において、生命保険会社の投資機能を強調する直接参加預託管理契約からさらに進んで、元本・利率保証契約(guaranteed interest (investment, income) contract—GIC)を創設した。この契約は、元本と一定期間(もっとも一

第4図 株価の推移(2)



〔出所〕第2図に同じ。

一般的な期間は5年),投資時点の実勢金利が付与されるものであり,したがって各投資年度の実勢金利が付与される投資年度別方式が修正されたものである。

元本・利率保証契約は,60年代末に開発されたが,73-74年と76-78年における株価の下落(第4図参照)と70年代末における史上空前の高金利の到来(第3図参照)のもとで,1974年従業員退職所得保障法(The Employee Retirement Income Security Act of 1974)の制定⁽¹⁾によって掛金建て制度が選好されたこととともない,70年代後半以降普及していった。

元本・利率保証契約の基本型は,一時払型(bullet)と定期的払込型(window)と呼ばれるものである。前者は,一括して払い込まれた預託金(deposit)は預託勘定(deposit account)で保有され,その運用にあたって一定期間,元本と投資時点の金利が保証され,満期(一般に3-10年)時に元利金が一括償還されるものである。この契約では,預託金額や償還期間,金利の支払い方法に弾力性が付与されている。また一定の条件のもとで,期限前償還が認められている。後者は,前者と同じく元本と投資時点の金利が保証されるが,預託勘定への定期的な預託金の払込みが行われるものである。この契約でも,期限前償還が認められている。そして

両者の契約の特徴によって,一般に前者は給付建て制度に,後者は掛金建て制度に利用されているが,大部分の元本・利率保証契約は掛金建て制度に利用されている⁽²⁾。またこうした基本的な契約のほかに,預託金の払込みや償還方法に柔軟性が付与された内容を有するものも提供

- 1) 同法の三つの主要な規定は,年金制度の投資政策に影響を与えるものとなっている。三つの主要な規定とは,受託者責任(fiduciary responsibility),最低積立基準(minimum funding standard),年金制度終了保険(plan termination insurance)である(年金制度の投資政策に対するこれらの規定の影響については, Cummins, J. David, John R. Percival, Randolph, Westerfield, and J. G. Ramage, "Effects of ERISA on the Investment Policies of Private Pension Plans: Survey Evidence", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XLVII No. 3 (September 1980), pp. 447-476.,を参照)。直接参加預託管理契約が不利になった要因の一つとして,こうした同法の規定があげられている。すなわち,同法は,次の二つの理由のために,制度スポンサーに,年金基金に対する利回りについて直接参加預託管理契約の利回りよりもより予測できる利回りを達成するように負担をかけるものであった。まず第一に,同法は,年金スポンサーを,投資決定について「ブルーデントマン」として判断する責任を有する「受託者」とみなしたことである。第二に,同法は,掛金建て制度(例えば,利益分配制度,従業員給付制度,あるいは各従業員の勘定を有するすべての制度)よりも給付建て制度により重い管理上の負担をかけたことである。そのために,給付建て制度よりも(各従業員に伝達するために)予測できる利回りの必要性がより大きい掛金建て制度がかなり普及することになった。(Stiefel, John D., III, "The Guaranteed Investment Contract (GIC)", *Transactions (Society of Actuaries)*, Vol. XXXVI (1984), pp. 530-531.) また,受託者責任とブルーデントマン・ルールについては, "Fiduciary Standards and the Prudent Man Rule Under the Employment Retirement Income Security Act of 1974", *Harvard Law Review*, Vol. 88 No. 5 (March 1975), pp. 960-979.,を,年金制度終了保険については, McGill, Dan M. and Donald S. Grubbs, Jr., *Fundamentals of Private Pensions (Fifth Edition)*, Homewood, III., 1984, pp. 549-606.,を参照。
- 2) 給付建て制度と掛金建て制度の実態については, *Employee Benefit Notes* に掲載されている以下の文献を参照。"1985-86 Estimates Show More Pension Plans", Vol. 7 No. 9 (September 1986), pp. 5-7., "Growth in Number of Pension Plans Since ERISA", Vol. 8 No. 12 (December 1987), pp. 4-7., "Number of Pension Plans Continues Growing through 1986", Vol. 9 No. 5 (May 1988), pp. 7-8., "Number of Pension Plans Rises in 1987", Vol. 10 No. 1 (January 1989), pp. 4-5.

されている³⁾。

上述した元本・利率保証契約に基づく資産の運用は、通常、一般勘定で行われるが、分離勘定で行われる資産の運用にも対応が示されている。

75年末時点において、分離勘定のもっとも主要な形態は複数の企業年金基金を普通株に投資する合同普通株勘定 (pooled common stock account) であった。しかし、73—74年と76—78年における株価の下落と70年代末における史上

空前の高金利の到来のもとで、合同普通株勘定のほかに、合同公募債勘定 (pooled publicly traded bond account) や合同普通株・公募債勘定 (pooled common stock and publicly traded bond account)、合同私募債勘定 (pooled private placement bond account)、合同不動産勘定 (pooled real property account)、短期投資 (おもに CD, CP, TB に投資する) 勘定 (short term investment account) などが設定されている。またこうした合同分離勘定のほかに、特定の企業年金基金を保有する単一顧客分離勘定 (single customer separate account, individual separate account, separate separate account) も設定されている。分離勘定資産全体に占める、これらの勘定で保有されている団体年金資産の割合は、普通株勘定 (78年60.0%、83年29.5%)、公募債勘定 (78年5.2%、83年5.5%)、普通株・公募債勘定 (78年5.2%、83年3.3%)、私募債勘定 (78年6.3%、83年2.7%)、不動産勘定 (78年6.2%、83年13.6%)、短期投資勘定 (78年4.2%、83年7.0%)⁴⁾ である。

こうした普通株以外のものに投資する勘定の設定⁵⁾ とそれらの保有は、分離勘定資産⁶⁾ の構

3) 元本・利率保証契約の種類と内容については、Glick, Madeline E., "The Guaranteed Investment Contract — Insurance or Investment?", *Financial Analysts Journal* (July/August 1978), pp. 12-14., Givens, Harrison, Jr., "Interest Guarantees Revisited", *Financial Analysts Journal* (January/February 1979), pp. 8-9., West, Richard R., "When is a GIC Not a GIC?", *Financial Analysts Journal* (January/February 1983), pp. 24-26., Weims, Mary E. "Guaranteed Investment Contracts: Considerations for the Fiduciary", *Employee Benefits Journal*, Vol. 8 No. 2 (June 1983), pp. 5-9., Stiefel, John D., III, "The Guaranteed Investment Contract (GIC)", *Transactions* (Society of Actuaries), Vol. XXXVI (1984), pp. 527-563., Walker, Kenneth L., "The Continuing Dilemma of GIC Usage", *Employee Benefits Journal*, Vol. 10 No. 4 (December 1985), pp. 17-18., Mattera, James, T. "How to teach an old GIC new tricks", *Pension World* (February 1986), p. 30, p. 32, p. 45., Martini, Judith A., "A Guide to GICs", *Best's Review* (Life/Health Insurance Edition, February 1986), p. 78, p. 80, p. 82., Allen, John W., "Six trends in GICs", *Pension World* (July 1986), pp. 22-23., "GIC investments, Diversification Protect Equity", *Employee Benefit Plan Review* (November 1987), pp. 111-113., Whitelaw, Andrew C. and David J. Salvin, "Measuring Insurer Solvency: How Guaranteed Is a Guaranteed Investment Contract?", *Benefits Quarterly*, Vol. III No. 4 (Fourth Quarter 1987), pp. 40-45., Smith, Donald J. and Peter A. Lupo, "Is an Experience-Rated Investment Contract Ever a Viable Alternative to a GIC", *Employee Benefits Journal*, Vol. 12 No. 4 (December 1987), pp. 2-8., Greenwald, Judy, "Window, bullet most popular types of GICs", *Business Insurance* (May 30, 1988), p. 12., "From "Bullets" to Pooled Funds: GIC trends", *Employee Benefit Plan Review* (August 1988), p. 72., Feinberg, Phyllis, "Defined-contribution plans give boost to GICs", *Pension World* (July 1988), pp. 26-28., を参照。

4) ACLI, *Pension Facts*, (1978-1979) p. 19, (1984/1985) p. 15.

5) 変額年金は、前節で述べたように、従来は年金掛金の大部分が普通株に投資され、その投資成果が年金給付額に直接、反映される "equity-based (linked) annuity" であった。しかし70年代における株価と金利の動向のもとで、個人変額年金でも普通株以外のものに投資される "wrap-around annuity" が導入されている (Pritchett, S. Travis, John E. Stinton, Larry A. Cox, and Frederick W. Schroath, *Individual Annuities, As a Source of Retirement Income*, Revised Edition, Atlanta, Georgia, 1982, p. 40, p. 42.)。

6) 分離勘定で保有されているこれらの資産は、時価 (市場価格あるいはそれが利用できない場合には生命保険会社が定めた方法による) で評価されている (具体的な評価方法については、Melnikoff, Meyer, "Separate Accounts", *Investment Activities of*

表1 分離勘定資産構成比

年	公社債	優先株	普通株	抵当貸付	不動産	現金	その他	合計
1967	9.4%	0.7%	87.4%	1.2%	0.0%	1.0%	0.2%	1,207
1968	10.3	1.4	84.4	0.9	0.0	2.1	0.9	2,269
1969	17.6	1.3	75.8	1.0	0.0	1.4	2.7	3,619
1970	17.3	1.7	78.1	0.7	0.0	1.4	0.7	5,061
1971	10.1	1.1	85.3	1.2	0.3	1.2	0.8	7,523
1972	9.4	0.7	86.2	1.2	1.0	0.7	0.8	10,058
1973	15.8	0.5	78.8	1.7	1.9	0.6	0.7	10,030
1974	25.1	0.4	66.4	2.2	4.0	0.6	1.4	9,276
1975	19.7	0.4	71.5	1.5	4.3	0.4	2.2	12,973
1976	17.0	0.4	74.9	1.3	4.0	0.3	2.1	16,223
1977	26.3	0.3	63.1	1.5	4.6	0.3	3.9	17,358
1978	32.3	0.2	56.3	1.5	5.6	0.2	3.9	20,426
1979	35.8	0.1	50.2	1.6	8.2	0.2	3.9	25,644
1980	34.6	0.1	49.3	1.9	9.3	0.9	3.7	35,772
1981	41.4	0.1	38.3	3.2	11.4	0.8	4.8	44,094
1982	42.9	0.1	35.9	4.5	9.9	0.8	5.9	57,281
1983	40.2	0.4	36.6	6.4	9.5	0.8	6.0	67,856
1984	41.0	0.3	34.6	4.8	11.2	0.9	7.2	69,680
1985	38.8	0.3	38.5	5.0	9.7	0.7	7.1	88,101
1986	36.2	0.2	39.0	5.4	8.4	0.7	10.2	108,576
1987	32.9	0.2	42.3	3.7	8.3	0.6	11.9	112,129

[注] 「合計」の単位は百万ドル。

[出所] ACLI, *Life Insurance Fact Book*各号より作成。

Life Insurance Companies, pp.192-195., を参照)。そのために、分離勘定の各資産の増加については、新規投資による純増と時価評価にともなう増加の二点を考慮する必要がある。

なお、一般勘定で保有されている資産(有価証券)については、一般に債券は均等利回り評価法(amortization)で、優先株は取得価額で、普通株は時価で評価されている。この点について詳しくは Fraine, Harold G., "The Valuation of Security Holdings of Life Insurance Companies", *The Journal of Finance*, Vol. VI No.2 (June 1951), pp.124-138., Badger, Sherwin C., "The Valuation of Assets", edited by David McCahan, *Investment of Life Insurance Funds*, Philadelphia, Pa., 1953, pp.213-226. O'Leary, James J., "Valuation of Life Insurance Company Holdings of Corporate Bonds and Stocks — Some Recent Developments", *The Journal of Finance*, Vol. IX No.2 (May 1954), pp.160-177., Fraine, Harold G., *Valuation of Securities Holdings of Life Insurance Companies*, Homewood, Ill., 1962., Life Insurance Association of America, *Life Insurance Companies as Financial Institutions*, Englewood Cliffs, N. J., 1962, pp.160-173., Jones, Lawrence D., *Investment Policies of Life Insurance Companies*, Boston, Mass., 1968, pp.214-145., を参照。

成変化(第1表参照)と対応するものである。

また、分離勘定資産の運用に対しては投資制限規定は、比較的緩やかであり、大部分の分離勘定資産は生命保険会社間でだけでなく、商業銀行信託部や投資顧問会社との間でもはげしい競争を展開している団体年金に基づいている。そのために、分離勘定資産の構成変化は、生命保険会社の弾力的な資産運用をよく反映したものとなっている。

(4) 普通生命保険

生命保険会社は、これまでに述べた団体年金部門とともに、60年代後半に普通生命保険(ordinary life insurance)部門にも対応を示していた。

同時期には、すでに50年代から進展していた普通生命保険保有契約高における定期保険

(term (life) insurance) の比重が増大する¹⁾ (54年16.2%, 62年24.4%, 70年28.5%) とともに、契約者貸付も増大した(総資産(70年は一般勘定資産)に占めるその割合は、60年4.4%, 65年4.8%, 70年7.9%) (60年代末における一般勘定資産に占めるその割合については、後掲第3表参照)。普通生命保険保有契約高に占める定期保険の比重増大、すなわち定期化の進展は、家計部門がその生計支持者などの死亡に対する保障として定期保険を購入し、その余剰資金で高金利を提供する金融商品を購入することによってもたらされたものであった²⁾。同様に、契約者貸付の増大は、市場金利が保険契約で規定されている契約者貸付金利よりも高い状態のもとで、契約者が終身保険などにおける貯蓄部分であるキャッシュ・バリューに基づいて生命保険会社から貸付を受け、その貸付金でそのような金融商品を購入することによってもたらされたものであった³⁾。

- 1) 普通生命保険における定期保険の比重増大については、Miller, John A. and Charles K. Reid, II, "Is Permanent Life Insurance Right for Our Time?", *The Journal of the American Society of Chartered Life Underwriters*, Vol. XIII No. 3 (Summer 1959), pp. 197-211., Williams, Walter, "The Availability of Term Life and of Health Insurance as Factors Affecting the Demand for Money", *The Journal of Political Economy*, Vol. LXIX No. 2 (April 1961), pp. 187-191., Hofflander, Alfred E., Jr. and Richard M. Duvall, "Inflation and Sales of Life Insurance", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XXXIV No. 3 (September 1967), pp. 355-361., Neumann, Seev, "The Post-War Shift of Life Insurance Sales to 'Low Savings' Policies", *The Journal of the American Society of Chartered Life Underwriters*, Vol. XX III No. 3 (July 1969), pp. 29-35., を参照。
- 2) このことは、「定期保険を買って、その残りは投資しよう ("Buy term and invest the difference")」という当時の言葉に端的に示されている。

これについては、Trieschmann, James, S. and E. J. Leverett, Jr., "Buy Term and Invest the Difference — Where Are You Now", *Best's Review* (Life/Health Insurance Edition, February 1975), p. 10, p. 12, p. 62., を参照。

第2表は、家計部門の金融資産構成比を示したものである。それによると、60年代末と73年—74年の高金利期に信用市場証券(政府債、免税債、社債、オープンマーケット・ペーパー)や預金の割合が高くなっている。またミューチュアル・ファンドも、わずかではあるが、60年代後半から70年代初めにかけて伸びてきている。

こうした事態に対して生命保険会社は、ミューチュアル・ファンド業務に参入した⁴⁾。それを生命保険商品とともに販売することによって、資金吸収力を回復し、またシナジー効果によって生命保険商品の販売を促進しようとしたのである。

それにもかかわらず、生命保険会社の責任準

- 3) この点については、Wood, Glen L. and Dick L. Rottman, "Policy Loan Interest: A Critical Evaluation", *Journal of Risk and Insurance*, Vol. XXXVII No. 4 (December 1970), pp. 555-566., Shott, Francis H., "Disintermediation through Policy Loans at Life Insurance Companies", *The Journal of Finance*, Vol. XXVI No. 3 (June 1971), pp. 719-729., Bishop, George E., *The Response of Life Insurance Investments to Changes in Monetary Policy, 1965-1970*, New York, N. Y., 1971, p. 14-16., Id., *Capital Formation through Life Insurance: A Study in the Growth of Life Insurance Services and Investment Activities*, Homewood, Ill., 1976., pp. 170-174., を参照。

- 4) 生命保険会社のミューチュアル・ファンド業務への参入については、「Life companies fight back at mutual funds», *Business Week* (May 13, 1967), p. 122, p. 127., "Survey of Mutual Fund-Life Insurance Affiliations", *Best's Insurance News*, Vol. 68 No. 8 (December 1967), pp. 24-25., Murray, Roger F., "An Overview of the Life Insurance Mutual Fund Combination", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XXXVI No. 4 (September 1969), pp. 419-424., Gentry, James A. and Charles M. Linke, "The Life Insurance Company — Mutual Fund Combination Movement: An Overview", *Best's Review* (Life/Health Insurance Edition, July 1970), pp. 12-20., "Insurance men stick to their funds", *Business Week* (November 21, 1970), p. 72, p. 76., Gentry, James A. and Charles M. Linke, "Characteristics of Life Insurers Entering the Mutual Fund Industry", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XXXV III No. 2 (June 1971), pp. 237-250., を参照。

表2 家計部門の金融資産構成比

年	生命保険 準備金	信用市場 証券	エクイティ MF	その他	預金；うち 小口有期	MMF	預金 総計	年金基金 準備金	その他	合計
1965	7.2%	11.8%	2.4%	40.9%	19.4%	—%	25.7%	10.6%	1.3%	1,466
1966	7.6	13.0	2.4	37.1	20.8	—	27.3	11.3	1.4	1,459
1967	6.9	11.6	2.6	40.1	20.0	—	26.3	11.1	1.5	1,686
1968	6.3	11.0	2.7	42.2	19.1	—	25.4	10.9	1.5	1,911
1969	6.7	13.4	2.6	37.6	20.4	—	26.5	11.7	1.6	1,860
1970	6.8	13.1	2.4	35.4	21.2	—	28.3	12.4	1.6	1,926
1971	6.4	11.4	2.6	36.2	22.2	—	29.1	12.8	1.6	2,148
1972	6.0	10.4	2.5	36.2	22.9	—	29.8	13.6	1.5	2,382
1973	6.6	12.0	2.0	28.9	25.5	—	34.3	14.4	1.7	2,292
1974	7.2	14.4	1.6	20.9	28.3	0.1	38.8	15.3	1.9	2,197
1975	6.5	13.0	1.7	23.4	28.2	0.1	36.7	16.9	1.8	2,552
1976	6.1	12.2	1.6	24.5	28.9	0.1	36.6	17.2	1.8	2,890
1977	6.0	12.6	1.5	21.6	30.3	0.1	38.5	17.9	1.9	3,072
1978	5.8	13.1	1.4	20.0	29.6	0.3	39.0	18.8	2.0	3,377
1979	5.3	13.5	1.3	21.2	27.3	1.2	37.4	19.3	2.0	3,876
1980	4.7	12.2	1.4	24.2	25.0	1.6	35.5	20.0	1.9	4,566
1981	4.6	12.7	1.3	21.7	24.4	3.7	37.5	20.3	1.9	4,872
1982	4.3	13.0	1.7	21.6	24.3	3.9	36.5	21.1	1.9	5,455
1983	3.9	13.1	2.1	21.5	24.9	2.6	35.4	22.0	1.9	6,162
1984	3.6	14.0	2.4	19.6	24.9	3.1	36.6	21.8	1.9	6,761
1985	3.2	14.4	3.6	21.2	23.2	2.6	33.8	22.1	1.8	7,871

[注] 「合計」の単位は10億ドル。

[出所] Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts, Financial Assets and Liabilities, Year-End, 1962-85* (September 1986) より作成。

備金に占める普通生命保険準備金の割合は、傾向的に低下していった。それは、普通生命保険保有契約高に占める定期保険の比重増大（70年28.5%、77年33.3%、81年38.5%）と、終身保険（whole life insurance）・その他終身保険（養老保険（endowment insurance）と退職所得付き保険（retirement income contract）（年金付き保険（income endowment, endowment retirement, endowment annuity, insurance with annuity）とも呼ばれる）を含む）の比重低下（終身保険とその他終身保険の割合はそれぞれ、70年64.3%、7.2%、77年60.9%、5.8%、81年58.0%、3.5%）によるものであった。そのために、家計部門の金融資産に占める生命保険準備金の割合は、70年代後半から80年代にかけ

て低下している。他方で、ミューチュアル・ファンドやMMFの割合が、70年代末から80年代にかけて伸びている（第2表参照）。

また70年代末に到来した史上空前の高インフレ・高金利によって、普通生命保険の解約や失効、契約者貸付がドラスティックに増大することになった。いわば、生命保険会社のディスインターメディアエーションの大量発生である。

普通生命保険全体の解約・失効率は、70年代を通じて6%台であったが、79年には7%を超

5) 普通生命保険（終身保険）の解約・失効率については、Phillips, Joseph M., Jr., Barry B. Schweig, and James P. Scott, "Explaining Whole Life Insurance Lapse Rates", *The Journal of Insurance Issues and Practices*, Vol. V III No. 2 (June 1985), pp. 32-40., を参照。

米国生命保険会社の商品改革の進展

表3 一般勘定資産構成比

年	公社債	優先株	普通株	抵当貸付	不動産	契約者貸付	その他	合計
1967	42.8%	1.7%	3.8%	38.2%	2.9%	5.7%	4.8%	177
1968	42.5	1.7	4.3	37.5	3.0	6.1	4.9	186
1969	41.9	1.7	3.9	37.2	2.9	7.1	5.1	194
1970	41.2	1.7	3.9	36.8	3.1	7.9	5.3	202
1971	41.7	1.7	4.8	35.1	3.2	8.0	5.4	215
1972	42.0	2.2	5.7	33.5	3.1	7.8	5.7	230
1973	41.9	2.6	4.8	33.5	3.1	8.3	5.7	242
1974	41.8	2.7	3.5	33.9	3.1	9.0	6.0	254
1975	42.9	2.8	4.0	32.2	3.3	8.9	6.0	276
1976	45.3	2.8	4.4	29.9	3.2	8.5	5.9	305
1977	46.9	2.9	3.9	28.9	3.1	8.2	6.1	334
1978	47.6	2.8	3.7	28.6	2.9	8.2	6.2	369
1979	46.6	2.8	3.8	29.0	2.7	8.6	6.5	407
1980	45.2	2.7	4.0	29.4	2.6	9.3	6.8	443
1981	44.6	2.5	3.8	28.3	2.8	10.1	7.8	482
1982	45.9	2.5	4.1	26.3	2.8	10.0	8.4	531
1983	47.9	2.2	4.6	25.0	2.7	9.2	8.4	587
1984	50.6	1.7	4.3	23.5	2.7	8.3	8.9	653
1985	52.5	1.4	4.5	22.7	2.7	7.4	8.8	738
1986	54.0	1.1	4.7	22.7	2.7	6.5	8.3	829
1987	55.8	1.0	4.2	22.5	2.7	5.8	8.1	932

〔注〕「合計」の単位は10億ドル。

〔出所〕ACLI, *Life Insurance Fact Book*各号より作成。

え、82年以降は10%を上回っている。さらに契約経過年数が2年未満のそれは、70年代は20%弱で推移していたが、79年以降20%を上回り、83年まで急速に上昇した⁽⁵⁾。(もっとも84年以降は低下傾向にあるが、依然高水準にある。)こうした解約・失効率の上昇は、生命保険会社の支出に占める解約返戻金の割合が82年以降、急速に上昇していることにも現れている(79年10.3%, 82年14.6%, 85年16.6%)。

また契約者貸付は、一般勘定資産に占める割合は70年には7.9%であったが、73・74年に9%に、81・82年には10%に上昇した。一般勘定資産の対前年伸び率でも、73—74年(73年12.2%, 74年13.2%)と、とりわけ79—81年(79年15.5%, 80年18.9%, 81年17.6%)に急速に上昇している(一般勘定資産に占めるその割合につい

ては第3表参照)。

そのために生命保険会社は、普通生命保険商品をも改革しなければならなくなった⁽⁶⁾。先に述べた団体年金商品における商品設計の柔軟性、なかでも投資成果の直接的反映や実勢金利の付与・保証が、普通生命保険商品にも取り入れられたのである。従来の終身保険を改良したカレント・アサンプション(実勢金利反映型)終身

6) 「伝統的な終身保険の〔保証されたキャッシュ・バリユーの〕積み立ての特徴に対するさまざまな代用物—すなわち、特色のある資産管理を必要とし選択する人々にアピールする貯蓄・投資手段と競争するための多数の異なった商品—を生命保険業が提供せざるをえなかったのは、消費者貯蓄の歴史的なシェアを維持するという関心によるものであった。」(Lusk, William B., "Evolving Insurance Products and Services: The Supply Side", *The Emerging Financial Industry*, edited by Arnold W. Sametz, Lexington, Mass., Toronto, 1984, p. 62.)

保険などや変額保険，ユニバーサル保険がそれである。

カレント・アサンプション終身保険 (current-assumption whole life insurance) は，従来の終身保険の枠組みのなかで，一定期間ごとに，キャッシュ・バリューに付与する実勢金利や死亡率，事業費率の変更によって保険料の改定を行うものである。

変額保険 (variable life insurance) は，変額年金のコンセプトが従来の終身保険に用いられたものである。この保険では，従来の終身保険と同じく保険料は固定平準保険料であり，最低保険金額は生命保険会社によって保証されるが，保険料(純保険料)は分離勘定で運用され⁷⁾，投資成果がキャッシュ・バリューと死亡保険金額に直接，反映される(キャッシュ・バリューの最低金額は保証されない)⁸⁾。

ユニバーサル保険 (universal life insurance) では，払い込まれた保険料はキャッシュ・バリューとして一つの勘定で積み立てられる。そして毎月，その勘定から費用と危険保険料が控除される。危険保険料は，被保険者の死亡に対する保障としての定期保険の購入のために支払われる。したがって被保険者が死亡した場合，この保険の死亡保険金は，定期保険の額面金額とキャッシュ・バリューの合計となる。また保険契約者は，最初は最低限の保険料を支払うが，その後は毎月，費用と定期保険の購入のための危険保険料を支払うのにキャッシュ・バリュー

7) ジョン・ハンコック生命保険会社は，保険契約者が保険料の投資対象を決定することができる変額保険商品を提供している。ほぼ50%の保険契約者は MMMF を，30%は普通株を，20%は公募債を選択している。(Saunders, Anthony, "The Effect of Changing Regulation on Investment Policy of Life Insurance Companies", *The Emerging Financial Industry*, p. 91.)

8) 変額保険については，Sternhell, Charles M., "Variable Life Insurance", *Best's Review (Life/Health Insurance Edition)*, October 1970), pp. 24-28., Id., "Basic Concepts of Variable Life Insurance", *Trusts and Estates*, Vol. 109 No. 11 (November 1970), pp. 926-927., Jones, Edwin M., "Legislative, Legal, Tax and Planning Aspects of Variable Life Insurance", *Trusts and Estates*, Vol. 109 No. 11 (November 1970), pp. 929-931., "Variable Life Insurance", *Transactions (Society of Actuaries)*, Vol. XXII (1970), pp. D143-D190, pp. D395-D410., Vol. XX III (1971), pp. D65-D84, pp. D263-D280., Vol. XXIV (1972), pp. D659-D674., Vol. XXV (1973), pp. D277-D306, pp. D489-D502., Frankel, Tamar, "Variable Annuities, Variable Insurance and Separate Accounts, Part I: Variable Annuities and Variable Insurance", *Boston University Law Review*, Vol. 51 No. 2 (Spring 1971), pp. 219-230., Miller, Walter N., "Variable Life Insurance Product Design", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XXXV III No. 4 (December 1971), pp. 527-542., Sibigroth, Joseph C., "Variable Life Insurance: New York Life's Approach", *Trusts & Estates*, Vol. 110 No. 12 (December 1971), pp. 1002-1005., Rohda, Rodney R. and Walter N. Miller, "Variable Life Insurance Product Design: Comment and Author's Reply", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XXXIX No. 3 (September 1972), pp. 497-499., McKenny, Michael M., "The Role of Variable Life Insurance in Estate Planning", *Trusts & Estates*, Vol. 112 No. 10 (October 1973), pp. 698-701., Blakeslee, Arthur L., III, "Some Observations on Variable Product Design", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. XLII No. 3 (September 1975), pp. 518-521., Leonard, Gregory S., "Equitable Life Experience with Variable Life Insurance", *The Journal of Insurance Issues and Practices*, Vol. 3 No. 3 (Summer 1980), pp. 60-68., Golden, Jerome S., "Variable Life — wooing the Savvy Savings Dollar", *Best's Review (Life/Health Insurance Edition)*, October 1983), pp. 40-44., Rainaldi, Frank L., "Variable Life — An Investment Oriented Life Insurance Product with a Non-Investment Alternative", *Journal of the American Society of CLU*, Vol. XXXIV No. 1 (January 1985), pp. 34-37., Mackey, Mark J., "New SEC Regulation Heralds Rebirth of Variable Life — Part I, Part II", *Journal of the American Society of CLU*, Vol. XXXIX No. 6 (November 1985), pp. 44-63., Vol. XL No. 1 (January 1986), pp. 70-80., Teas, Daniel, II, "Warming Up to Variable Life", *Best's Review (Life/Health Insurance Edition)*, October 1986), pp. 70-74., Adler, Michael, "Variable Life Hailed As Effective Planning Vehicle", *National Underwriter (Life & Health/Financial Services Edition)*, October 5, 1987., Chapman, Peter F., "Variable Life: The Outlook Is Bullish", *Best's Review (Life/Health Insurance Edition)*, February 1988), pp. 34-38, p. 104., を参照。

が十分であれば、保険料支払いの時期と金額を自由に決定できる。そしてキャッシュ・バリューは一般勘定で運用され（短期自由金利商品に投資される）、それに実勢金利が付与される⁹⁾。このことは、従来の生命保険商品における貯蓄部分と死亡保障部分が分離されながら、ユニバーサル保険としての生命保険商品のなかに存在しているものである。それは、先に述べた60年代後半の時期と対比すると、定期保険と金融商品が別々に存在していたのが、両者が組み合わせられ、一つの生命保険商品になったものとみなすこともできよう。

なお、83年以降に株価が上昇する（前掲第1図参照）とともに、87年には金利も上昇している（前掲第2図参照）。この時期に、変額ユニバーサル保険（variable universal life insurance, flexible premium variable life insurance）が大きく伸びてきている。変額ユニバーサル保険は、変額保険とユニバーサル保険を組み合わせたものである。保険料（純保険料）は、一般勘定（キャッシュ・バリューには実勢金利が付与される）と分離勘定（キャッシュ・バリューはおもに普通株に投資され、その投資成果がそれに直接、反映される）の双方で運用される。こうした変額ユニバーサル保険の導入は、上述し

た金融市場の動きに対する生命保険会社の対応を示していると考えられる¹⁰⁾。

このように60年代前半以降、進展してきた生命保険会社の年金・生命保険商品の改革は、生命保険会社が保険〔引受〕業務の拡大をはかるために採った負債側での対応措置であった。しかしそれは他方で、生命保険会社がインフレや金融市場の動きに対応しながら、金融業務としての資産運用を展開し、投資収益を増大させることによって進展してきたのである。生命保険会社の収入に占める純投資収益の割合は、65年には20.4%であったが、70年20.7%、75年21.1%、80年25.9%、85年には29.0%と上昇している。そして80年代半ばには、純投資収益、生命保険料、年金掛金はほぼ同じ比重を占めるようになってきている（第4表参照）。換言すれば、こうした年金・生命保険商品は、契約者に高金利の提供をはかるものであった。

3 おわりに

生命保険会社の年金・生命保険商品の改革は、まず団体年金部門において行われ、個人年金部門や普通生命保険部門にも展開されてきた。そ

9) ユニバーサル保険については、Ernst & Whinny, *Universal Life: A Summary of the Product*, Cleveland, Ohio, 1981., Lynch, J. Timothy, "Universal Life Insurance: A Primer", *Journal of the American Society of CLU*, Vol. XXXVI No. 3 (July 1982), pp. 44-50., Jansen, Donald O., "Universal Life Promotes Insurance Creativity", *Trusts & Estates*, Vol. 124 No. 7 (July 1985), pp. 16-22., "Universal Life Policy Comparison", *Best's Review* (Life/Health Insurance Edition, November 1985), pp. 99-125., (May 1986), pp. 148-171., Murphy, James J. and Linda S. Need, "Beyond Universal Life", *Journal of the American Society of CLU*, Vol. XL No. 2 (March 1986), pp. 30-35., を参照。

10) 変額ユニバーサル保険については、Chalke, Shane A., "Variable Universal Life: A Look at the Future", *Best's Review* (Life/Health Insurance Edition, October 1984), p. 84, p. 86, p. 92., Fagerberg, Denise E., "Variable — Universal Life", *Interpreter* (November 1985), pp. 15-18., Fitzhugh, Gilbert V. I., "VUL: A Bend of the Best", *Best's Review* (Life/Health Insurance Edition, February 1987), pp. 40-43., Müller, Hubert, "Variable Universal Life", *Zeitschrift für Versicherungswesen*, Nr. 18 (15. September 1988), SS. 454-457., Nr. 19 (1. Oktober 1988), SS. 481-486., Nr. 20 (15. Oktober 1988), SS. 510-513., Nr. 23 (1. Dezember 1988), SS. 609-611., Nr. 24 (15. Dezember 1988), SS. 635-637., Nr. 1 (1. Januar 1989), SS. 25-28., Nr. 2 (15. Januar 1989), SS. 58-59., Nr. 4 (15. Februar 1989), SS. 108-111., を参照。

表4 収入構成比

年	生命保険料	年金掛金	健康保険料	純投資収益	その他	合計
1965	48.5%	6.8%	18.9%	20.4%	5.4%	33
1966	47.4	6.7	20.0	20.3	5.4	36
1967	46.8	6.9	20.4	20.5	5.3	39
1968	46.3	7.1	20.9	20.6	5.2	42
1969	44.9	8.2	21.4	20.5	5.0	46
1970	44.2	7.6	23.2	20.7	4.4	49
1971	42.3	9.1	23.8	20.4	4.5	54
1972	41.9	9.4	24.3	20.6	3.8	59
1973	40.7	10.5	24.0	21.1	3.7	65
1974	39.6	11.1	24.5	21.6	3.2	70
1975	37.6	13.0	24.4	21.1	3.8	78
1976	35.4	15.8	23.8	21.2	3.9	89
1977	34.5	15.3	24.1	22.2	4.0	98
1978	33.8	15.1	23.9	23.4	3.8	108
1979	32.8	15.1	23.4	24.8	3.9	119
1980	31.2	17.1	22.4	25.9	3.3	131
1981	30.5	18.2	20.9	26.2	4.3	152
1982	29.9	20.4	20.6	26.8	2.4	170
1983	28.6	17.4	21.7	28.9	3.5	176
1984	24.9	20.8	19.7	28.7	5.9	206
1985	25.7	23.0	17.9	29.0	4.4	234
1986	23.5	29.7	15.6	26.7	4.5	282
1987	24.4	28.2	15.1	26.4	5.9	314

〔注〕(1) 「合計」の単位は10億ドル。

(2) 「その他」は補足契約のための留保保険金。

(3) 86年に「年金掛金」が急増しているのは、NAICへの報告方法の変更によるものである。

〔出所〕 ACLI, *Life Insurance Fact Book*各号より作成。

れは、商品設計の柔軟性、なかでも投資成果の直接的反映や実勢金利の付与・保証を特徴とするものであり、したがって契約者に高金利を提供するものであった。本稿において、生命保険会社の商品改革の出発点を団体年金商品に求めたのはそのためである。

こうした生命保険会社の商品改革の進展は、直接的には生命保険会社の負債側における保険〔引受〕業務の対応措置として行われたものである。しかしそれは同時に、生命保険会社がインフレや金利市場の変化に対応しながら金融業務としての資産運用を展開し、投資収益を増大させることによって行われてきたものであった。

このことは、生命保険業における金融業務の役割、重要性の高まり、換言すれば保険〔引受〕業務の金融業務への依存性の高まりを示すものではないであろうか。また商品改革の進展とそれにとまなう高金利商品の比重増大は、生命保険会社の資産構成だけでなく、負債構成や収益構造をも変化させるものとなっている。

生命保険会社の資産側における金融業務（資産運用）と負債側における保険〔引受〕業務の関係は、年金・生命保険商品の改革が資産運用の展開とそれにとまなう資産構成の変化と関わりながら進展し、その過程で、団体年金商品の改革のもとで採用された投資年度別方式は、団

体年金部門から主要な保険部門に展開され、さらにセグメンテーション (segmentation) へと展開している。生命保険会社の資産・負債総合的管理 (Asset/Liability Management—ALM) の手段としてのそれである。

またこうした商品改革の進展のもとで、生命保険会社の金融業務は、投資 (資産運用) 行動

の変化にとどまらない。それは、本稿が対象とした時期において、伝統的な資産運用業務の枠を超えて、保険持株会社の設立を通じてその子会社・関連会社の設立・買収による多角的な業務の展開として行われていることも指摘しておきたい。

(小樽商科大学商学部助教授)